



- **Azioni allettanti malgrado valutazioni in salita**
- **Aspettative di crescita modeste per il 2020**
- **Sviluppo sostenibile: tema clou degli anni 2020**

Azioni allettanti malgrado valutazioni in salita

Da inizio 2010 le azioni svizzere, con il costante reinvestimento dei dividendi, hanno garantito un rendimento medio annuo dell'8,5%. A livello globale, i principali indici azionari hanno messo a segno un incremento di valore analogo. Di pari passo, i parametri di valutazione mostrano che le azioni si sono fatte significativamente più care. In base ai valori empirici storici, i livelli già raggiunti non deprimono le aspettative di rendimento. Le azioni restano pertanto raccomandabili e, peraltro, di recente non esistono valide alternative per strutturare un portafoglio in ottica strategica.

Aspettative di crescita modeste nel nuovo anno

È presumibile che il rallentamento della dinamica di crescita globale avvertito da fine 2018 si protrarrà anche nel 2020. Pertanto, le aspettative di crescita per le principali economie nazionali sono modeste: il PIL USA dovrebbe crescere un po' meno del 2%, mentre l'Eurozona e la Svizzera dell'1% circa. Cina e India, per ragioni strutturali, dovrebbero registrare invece una crescita più spiccata rispetto a quella dei paesi industrializzati dell'Occidente. Benché le grandi banche centrali di USA, Europa e Giappone tengano gli interessi fermi su minimi storici, ciò evidentemente non basta a dare più slancio all'economia. Anche i fattori di incertezza politici, come il conflitto commerciale, la Brexit e il lievitare dell'indebitamento pubblico, non giovano agli investimenti e al commercio. E a fronte di aspettative di crescita contenute occorre anche mettere in conto un inasprirsi delle tensioni sociali e politiche. Temi come l'equità nelle rendite e le precarie condizioni d'impiego della forza lavoro poco qualificata saranno sotto i riflettori anche nel 2020.

Pesano i fattori imponderabili della politica

L'instabilità politica e militare nel Vicino e Medio Oriente si acuisce, rendendo ancor più fragile la situazione economica. Le crescenti critiche al pugno duro adottato dalla Cina verso le proprie minoranze musulmane e l'aperta pretesa di un'integrazione di Hong Kong e Taiwan nel sistema politico cinese creano i presupposti per aspri disaccordi. Anche la libertà d'intervento apparentemente illimitata di Pechino nel sorvegliare le attività digitali dei propri cittadini è sempre più evidente, complici le moderne tecnologie, e suscita sempre più sconcerto in Occidente. Al contempo, la perdita di rilievo dell'Europa, in termini sia economici che strategico-militari, e l'assenza di una linea comune coerente e coraggiosa da parte di Bruxelles non lascia pensare che Pechino prenderà molto sul serio le titubanti rimostranze occidentali. Sul piano dell'economia, l'Occidente è ormai legato a doppio filo al Regno di Mezzo, e prevale la preoccupazione circa le eventuali perdite economiche che una difesa intransigente dei valori democratici potrebbe determinare, e che un'Europa in stagnazione non può permettersi.

L'ascesa della Cina a prima potenza economica mondiale negli anni 2020 appare quindi inarrestabile. È tuttavia presumibile che il collegamento economico più stretto tra Europa e Cina tramite la Nuova Via della Seta renderà più visibili, nei prossimi anni, le differenze e i conflitti d'interesse tra i due sistemi.

Sviluppo sostenibile: tema clou degli anni 2020

I mutamenti climatici antropogenici, in rapida evoluzione, sono stati uno dei temi caratterizzanti del 2019. E il sistema economico non riesce a scendere a patti con l'obiettivo di limitare a meno di 2 gradi l'aumento della temperatura sul pianeta. Se anche tutti gli impegni assunti dalle singole nazioni nel quadro dell'Accordo di Parigi del 2016 fossero integralmente rispettati, già tra pochi decenni l'obiettivo dei 2 gradi verrebbe comunque mancato clamorosamente. Il ripetersi di catastrofi naturali dovute a eventi meteorologici estremi, lo scioglimento dei ghiacci artici, gli incendi di proporzioni apocalittiche che stanno devastando l'Australia e l'incessante susseguirsi di nuovi record delle temperature confermano anno dopo anno con impietosa precisione quanto pronosticato dagli studiosi del settore. La crisi del clima non si tradurrà certo nella fine del mondo, ma innescherà processi di trasformazione e adeguamento che segneranno l'avvio di un'evoluzione di lungo termine, di cui negli anni 2020 vedremo solo i primi esitanti passi. Gli investitori più consapevoli si confrontano già oggi con questi cambiamenti. E anche noi, nei nostri prodotti d'investimento e nella nostra consulenza in materia, teniamo sempre più conto degli sviluppi sopra descritti.

USA: crollo del sentiment nell'industria

Durante lo scorso anno la dinamica congiunturale dell'economia USA si è allentata (fig. 1) e le prospettive si sono fatte più fosche. A dicembre il sentiment dell'industria ha segnato una nuova battuta d'arresto, con il relativo indice PMI ancora in ribasso, contrariamente alle attese, e ora attestato a 42,7 punti. Un livello inferiore a 50 punti segnala una probabile contrazione del settore per i 3-6 mesi successivi. Ciò nonostante, per il 2020 prevediamo una crescita del PIL compresa tra l'1,5 e il 2%. Lasciano ben sperare il sentiment nel settore dei servizi, stabilmente attestato in area espansiva, e il perdurare dell'ottimismo tra i consumatori. Questi ultimi sono un importante fattore di sostegno per la congiuntura negli USA, dove circa il 70% della performance economica complessiva è imputabile ai consumi privati. Ancora non si sa, invece, come andrà a finire il conflitto commerciale con la Cina, che resta un fattore di rischio per la congiuntura statunitense e per l'economia globale.

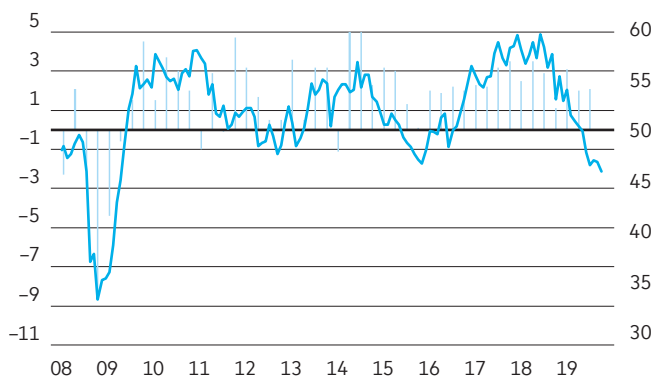
UE: la Brexit è alle porte

Dopo la lampante vittoria elettorale di Boris Johnson a dicembre, si può dare per certa la Brexit al 31 gennaio. L'uscita dei britannici dall'UE, però è una cosa, i negoziati che vi faranno seguito un'altra. C'è da attendersi che in questi ultimi non tutto filerà liscio e che i relativi effetti collaterali assesteranno ancora qualche stoccata alla congiuntura europea. Consola il fatto che il sentiment non è ulteriormente peggiorato e che la situazione sul mercato del lavoro è stabile (fig. 2). Anche nel 2020, quindi, il PIL dell'Eurozona dovrebbe crescere dell'1% circa.

CH: quadro distorto dai grandi eventi sportivi

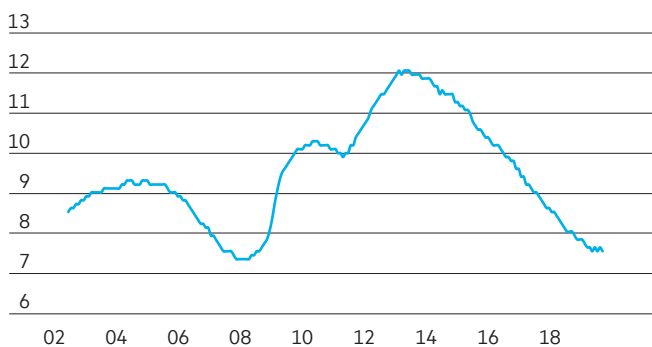
I cieli non si prospettano sereni neppure per l'economia svizzera. Malgrado il rialzo di dicembre, l'indicatore KOF resta sotto la media di lungo periodo e l'indice PMI si muove intorno alla soglia critica dei 50 punti (fig. 3). Ciò nonostante, quest'anno la crescita del PIL svizzero dovrebbe sfiorare l'1,5%. Le statistiche, però, risultano parzialmente distorte dai flussi monetari legati agli eventi sportivi internazionali in programma, che vengono contabilizzati nel paese in cui hanno sede CIO, FIFA e affini. Al netto di queste distorsioni, riteniamo realistica per il 2020 una crescita del PIL pari almeno all'1%.

Fig. 1: USA – PIL e indice PMI Industria



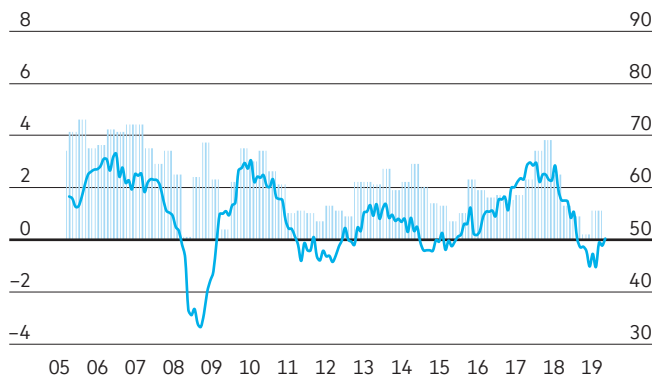
■ Indice PMI USA Industria (scala destra)
 ■ PIL USA in % (su base trimestrale, dato annualizzato, scala sinistra)
 Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: Eurozona – Tasso di disoccupazione in %



■ Eurozona
 Fonte: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: Svizzera – Indicatore anticipatore e PIL



■ Indice PMI Industria (scala destra)
 ■ PIL (YoY, in %, scala sinistra)
 Fonte: BKB (Bloomberg)

Politica monetaria: la Fed prospetta un 2020 senza variazioni

Nella sua riunione di dicembre, la Fed ha deciso di lasciare invariato il tasso di riferimento. Inoltre, 13 membri del FOMC su 17 non mettono in conto interventi almeno fino al 2021. La Fed considera tuttora positive le prospettive congiunturali, malgrado gli sviluppi globali e i rischi esistenti. Nel corso del 2019, il punto di vista dei suoi membri circa l'evoluzione da imprimere ai tassi per raggiungere gli obiettivi dell'ente è notevolmente cambiato. E per tale ragione, lo scorso anno il tasso di riferimento USA ha subito tre tagli di un quarto di punto, per attenuare gli effetti degli sviluppi globali sull'economia americana. In più, la pressione dell'inflazione è inaspettatamente scemata. Nel complesso, ciò avalla la scelta dei membri della Fed di adottare una politica monetaria orientata a supportare una crescita durevole, un mercato del lavoro forte e un'inflazione prossima agli obiettivi.

Niente cambi di rotta anche per BCE e BNS

La nuova presidente della BCE, Christine Lagarde, ha deciso di mantenere l'approccio ultra-espansivo in politica monetaria, misura che ritiene indispensabile in considerazione delle modeste prospettive di rincaro. La BCE è intenzionata ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone per avvicinarsi stabilmente al proprio target di inflazione.

Anche la BNS ha deciso di lasciare invariato il proprio tasso di riferimento, reputando indispensabile mantenere una rotta espansiva di fronte alle ridotte prospettive di rincaro in Svizzera.

Prospettive

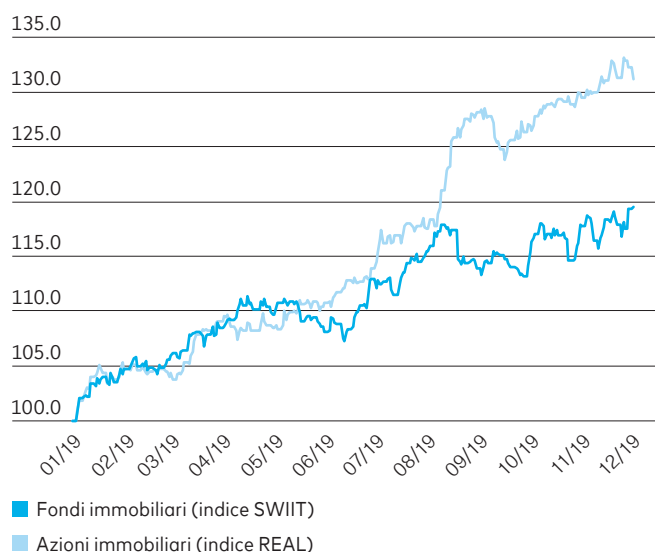
Nel 2019, alla luce di un'inflazione modesta e dei rischi congiunturali, diverse banche centrali hanno ammorbidito la propria politica monetaria, lasciando anche intuire che, con ogni probabilità, i tassi di riferimento resteranno su livelli bassi ancora per parecchio tempo. Nel 2020 non mettiamo in conto grosse sorprese su questo fronte. Prevediamo che i titoli di Stato svizzeri a 10 anni continueranno ad avere rendimenti negativi. Per quanto riguarda USD ed EUR, manteniamo le nostre previsioni di 1 CHF per dollaro e 1.15 CHF per euro.

Mercato immobiliare svizzero

Gli investimenti immobiliari svizzeri quotati hanno chiuso il 2019 con un ottimo risultato. Da inizio anno i fondi immobiliari quotati hanno ottenuto quasi il 21%, mentre le azioni del comparto in listino hanno addirittura sfiorato il 37% (fig. 1). Ma c'è di più: a coronare il tutto, va rilevata la quasi totale assenza di contraccolpi. Soltanto in primavera si è avuto qualche leggero intoppo. A dicembre i fondi immobiliari hanno ottenuto un +1,1% e le azioni un +3,6%. Nel corso dell'anno si sono susseguite transazioni sul mercato dei capitali, tutte accolte molto bene dal mercato a dimostrazione di una domanda alquanto robusta in questo settore. Le quotazioni in aumento hanno portato gli aggi dei fondi all'elevatissimo livello attuale. I rialzi di corso messi a segno dai fondi immobiliari residenziali restano superiori a quelli dei fondi immobiliari commerciali. A influire in misura sostanziale sull'evoluzione degli investimenti immobiliari è sempre l'andamento dei tassi. I rendimenti negativi sul mercato obbligazionario costringono gli investitori a cercare alternative. Rispetto ai titoli di Stato svizzeri a 10 anni, dai rendimenti nettamente negativi, i proventi distribuiti in ambito immobiliare rimangono allettanti. Pertanto, neppure un contesto di mercato tutt'altro che semplice riesce a scoraggiare chi investe.

Manteniamo la ponderazione neutra del 5% negli investimenti immobiliari indiretti.

Fig. 1: Andamento degli investimenti immobiliari svizzeri



Fonte: BKB, Bloomberg

Il 2019, un anno straordinario per le azioni

Il 2019 è stato un anno davvero eccezionale per chi investiva in azioni. In particolare nei paesi industrializzati, tutti i mercati azionari hanno messo a segno una performance chiaramente positiva, anche al netto degli effetti valutari. Il 30,6% ottenuto dallo Swiss Performance Index (SPI) è la dodicesima migliore performance mai totalizzata in un anno civile dal mercato azionario svizzero dal 1926, ovvero da quando sono disponibili dati al riguardo.

Rendimenti annui del mercato azionario (Svizzera, 1926-2019)

tra il -40% e il -30%:	1931, 1974, 2008
tra il -30% e il -20%:	1987, 2001, 2002
tra il -20% e il -10%:	1935, 1939, 1957, 1962, 1966, 1970, 1973, 1981, 1990
tra il -10% e lo 0%:	1929, 1930, 1934, 1943, 1948, 1963, 1964, 1965, 1978, 1994, 2007, 2011, 2016, 2018
tra lo 0% e il 10%:	1932, 1933, 1937, 1938, 1940, 1942, 1944, 1946, 1947, 1950, 1952, 1955, 1956, 1969, 1976, 1977, 1980, 1984, 1986, 2004, 2010, 2015
tra il 10% e il 20%:	1945, 1949, 1951, 1953, 1971, 1979, 1982, 1991, 1992, 1996, 1998, 1999, 2000, 2012, 2014, 2017
tra il 20% e il 30%:	1926, 1927, 1928, 1954, 1958, 1959, 1972, 1983, 1988, 1989, 1995, 2003, 2006, 2009, 2013
tra il 30% e il 40%:	1941, 1968, 2005, 2019
tra il 40% e il 50%:	1960, 1961, 1967, 1975
tra il 50% e il 60%:	1936, 1993, 1997
tra il 60% e il 70%:	1985

Ø rendimento p.a.: 7,9%, per il 69% positivo, per il 31% negativo

Livelli di valutazione più alti, performance su

Considerato lo scialbo andamento dei dati fondamentali, in particolare la contrazione dei margini di utile e la stentata crescita degli utili nella maggioranza delle regioni, lo slancio di performance evidenziato dai mercati azionari è davvero degno di nota. I buoni risultati delle azioni vanno ricondotti sostanzialmente

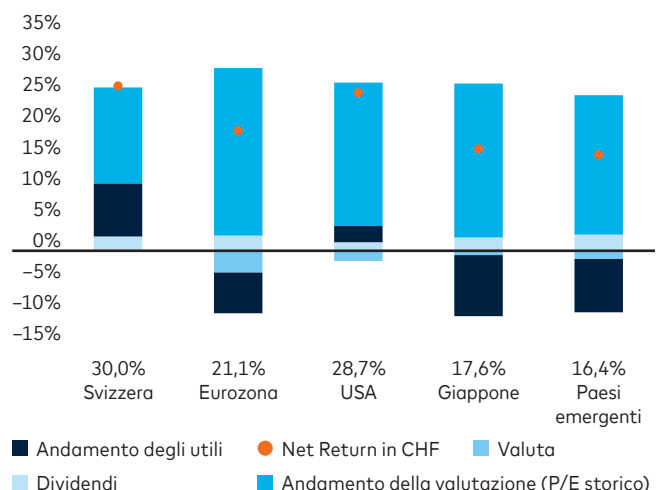
alle valutazioni in crescita (fig. 1). In tutti i principali mercati azionari gli indicatori P/E sono nettamente superiori rispetto a un anno fa. La crescita dei livelli di valutazione è ascrivibile al dietro front delle grandi banche centrali, che nel 2019 sono tornate a una politica chiaramente espansiva e hanno tagliato di nuovo i tassi. Con tassi più bassi, il valore attuale dei futuri proventi azionari attualizzati è superiore. E ciò giustifica i livelli di valutazione più elevati. A nostro avviso, l'impennata dei mercati azionari non si replicherà nel 2020. Da un lato non ci attendiamo molti nuovi impulsi dalle banche centrali, dall'altro reputiamo che la congiuntura evolverà sì in positivo, ma sempre con moderazione. In un simile contesto, è improbabile che gli utili aziendali salgano alle stelle. Pertanto, prevediamo che quest'anno i rendimenti azionari, per quanto positivi, saranno inferiori alla media.

Strategia d'investimento

Ci manteniamo fedeli al nostro posizionamento prudente in ambito azionario, restando lievemente sottoponderati rispetto alla quota strategica. Oltre alle prospettive congiunturali non esaltanti, concorrono a generare incertezza i nodi geopolitici irrisolti – prossimi negoziati sulla Brexit, conflitto commerciale e situazioni nel Vicino Oriente.

Fig. 1: Contribuzioni alla performance azionaria regionale (MSCI) in CHF nell'anno civile 2019

Grafico basato su rendimenti logaritmici



Fonte: BKB (Bloomberg/MSCI)

© Banca Cler. Senza impegno. I nostri suggerimenti si fondano su dati di dominio pubblico che riteniamo affidabili, ma per i quali non ci assumiamo alcuna responsabilità. Non possiamo neppure garantirne la completezza e l'esattezza. La Banca Cler si riserva il diritto di modificare senza preavviso e in qualsiasi momento le opinioni qui riportate. Lo scenario d'investimento presentato in questa pubblicazione potrebbe non essere confacente alle esigenze di determinati investitori, in relazione ai loro obiettivi d'investimento, all'orizzonte temporale oppure al contesto globale della posizione finanziaria. Sugeriamo agli investitori di richiedere la consulenza di un esperto presso la propria banca prima di prendere qualsiasi decisione in merito agli investimenti. Questa pubblicazione è stata prodotta in collaborazione con la BKB.